

# LIBERALISASI KEUANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP NILAI Q-TOBIN SEKTOR INDUSTRI DASAR DAN KIMIA DAN PERBANKAN

Trias Andati<sup>1)</sup>, Hermanto Siregar<sup>2)</sup>, Bonar M.Sinaga<sup>3)</sup>, dan Noer Azam Achسانی<sup>4)</sup>

<sup>1)</sup>PT Adhimix Precast Indonesia

<sup>2)</sup>Departemen Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor

<sup>3)</sup>Departemen Ekonomi Sumberdaya dan Lingkungan Fakultas Ekonomi dan Manajemen Institut Pertanian Bogor

## ABSTRACT

*This research attempts to analyze the effect of financial liberalization to Q-Tobin ratio of Basic and Chemical industry and Banking sectors. Using annual data of 52 listed company's financial report from 2002 to 2009, the results show that the financial liberalization variables i.e. Foreign Direct Investment (FDI) and Investment Portfolio has negative effect on Q-Tobin of Basic and Chemical Industry and Banking sectors. The increase of the financial deepening variables has positive effect on Q-Tobin of Basic and Chemical Industry and Banking sectors. SBI (Sertifikat Bank Indonesia) and Money Supply has negative impact on Q-Tobin, while loan interest rates has positive impact on both sectors. The average of net fixed asset investment of two sectors has the same pattern of Q-Tobin values, and increased from 2002 to 2009, while at the year of 2008, Q-Tobin of all sectors experienced decreasing due to financial crisis. Furthermore, there should be a corporate financial performance indicator such as leverage ratio, to prevent short term investment of FDI. Capital Market's regulation, should be considerate a sectoral policy in portfolio investment, to prevent from financial global crisis. Corporation of two sectors could give more attention on capital structure while analyzing the company's investment decision.*

*Keywords: Q-Tobin Ratio, Financial Liberalization, Investment, Panel Data*

## ABSTRAK

*Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari liberalisasi keuangan terhadap nilai Q-Tobin dari sektor Industri Dasar dan Kimia dan sektor Perbankan. Penelitian menggunakan data laporan keuangan tahunan sejak 2002 – 2009 dari 52 perusahaan terbuka yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari ke-2 (sektor tersebut). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel liberalisasi keuangan seperti Investasi Asing Langsung dan Investasi Portofolio memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin baik di sektor Industri Dasar dan Kimia maupun Perbankan. Peningkatan variabel financial deepening memberikan pengaruh positif terhadap nilai Q-Tobin ke-2 sektor. Kebijakan moneter yang diproxy dengan tingkat bunga acuan SBI dan M2 memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin, sementara itu suku bunga pinjaman (kredit) memberikan pengaruh positif terhadap nilai Q-Tobin. Rata-rata investasi aktiva tetap bersih ke-2 sektor memiliki pola yang sama dengan nilai Q-Tobin, dalam periode penelitian 2002 – 2009, namun pada tahun 2008 seluruh sektor mengalami penurunan nilai Q-Tobin akibat krisis finansial. Selanjutnya, diperlukan adanya indikator keuangan perusahaan berupa rasio leverage untuk menghindari investasi asing langsung dalam bentuk investasi jangka pendek. Regulator dalam Pasar Modal perlu mempertimbangkan kebijakan-kebijakan investasi portofolio di sektor tertentu untuk menghindari pengaruh dari krisis keuangan global. Perusahaan sebaiknya tetap memperhatikan struktur permodalan pada saat melakukan kajian atas keputusan investasi.*

*Kata Kunci: Rasio Q – Tobin, Liberalisasi Keuangan, Investasi, Data Panel*

---

Alamat Korespondensi :  
Trias Andati, HP : 0811-970217  
E-mail : trias\_andati@yahoo.com

## PENDAHULUAN

Dalam perekonomian terbuka, liberalisasi keuangan dapat mendorong aliran modal (kapital), sehingga pada tingkat suku bunga tertentu, sumber dana eksternal dapat bersaing dengan sumber dana internal. Liberalisasi keuangan di Indonesia diawali saat reformasi sektor keuangan tahun 1988, 1990 dan 1991 untuk meningkatkan mobilisasi dana dari individu (penabung) demi mendorong laju investasi pada sektor produktif melalui peran perantara (*intermediaries*), yang berlanjut saat terjadi krisis keuangan dan moneter di beberapa negara Asia. Realisasi investasi domestik (PMDN, Penanaman Modal Dalam Negeri) periode 1990-2008 meningkat sepuluh kali (dari Rp 2 398.6 miliar menjadi Rp 20 363.4 miliar) dan nilai Penanaman Modal Asing (*FDI, Foreign Direct Investment*) meningkat duapuluh kali (dari US\$ 706 juta menjadi US\$ 14 871.4). Namun, pertumbuhan investasi tahunan Indonesia cenderung mengalami penurunan, dari 14.7% (2004) menjadi 2% (2007), meskipun tahun 2009 menunjukkan peningkatan. Selain itu, terdapat pola pertumbuhan yang tidak searah dari realisasi investasi PMDN berdasarkan sektor.

Pada sektor primer, terjadi penurunan nilai realisasi investasi hampir  $\frac{1}{4}$  dari Rp 5 577.2 miliar (2005) menjadi Rp 640 miliar (2008), sementara untuk industri sekunder misalnya makanan terjadi peningkatan hampir dua kali lipat dari Rp 4 490.8 miliar (2005) menjadi Rp 8 192 miliar di tahun 2008 (BKPM, Badan Koordinasi Penanaman Modal, 2008). Pada sektor keuangan, terdapat peningkatan nilai nominal transaksi saham dari Rp 21.7 triliun (1995) menjadi Rp 300 triliun (2008). Peningkatan transaksi pasar modal sebagai alternatif sumber pembiayaan bagi swasta, seharusnya memberikan peluang bagi perusahaan untuk melakukan investasi stok kapital. Namun, perkembangan sektor keuangan lambat laun meninggalkan sektor riil, dan telah menjadi bisnis tersendiri. Pasar keuangan tidak lagi sekedar mekanisme untuk menyediakan tabungan bagi investor sektor produksi, sehingga ada kecenderungan kurang terkait dengan investasi jangka panjang sektor produksi. Pengalaman Indonesia, menunjukkan bahwa liberalisasi keuangan umumnya diikuti dengan 'boom' kredit, sehingga mempengaruhi struktur modal perusahaan yang pada periode 1990an umumnya didominasi oleh pinjaman asing jangka pendek (Prasetyantoko dan Marta, 2008).

Beberapa masalah pokok yang terjadi sejak liberalisasi keuangan mencakup penurunan FDI dan peningkatan investasi portofolio, sejalan dengan penurunan investasi

langsung dan peningkatan bursa saham Indonesia. Di sisi lain, kebijakan otoritas moneter berupa penurunan suku bunga patokan tidak selalu diikuti oleh perbankan, dengan suku bunga kredit yang tidak banyak berubah, yang selanjutnya menekan investasi di sektor riil. Pengaruh liberalisasi keuangan terhadap keputusan investasi dapat direpresentasikan dengan nilai Q-Tobin, yang menunjukkan perbandingan antara nilai pasar perusahaan terhadap biaya modal. Dengan demikian studi bertujuan untuk:

1. Menganalisis pengaruh liberalisasi keuangan terhadap nilai Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia serta perbankan.
2. Menganalisis pengaruh liberalisasi keuangan bersamaan dengan kebijakan moneter terhadap nilai Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia serta perbankan.

## TINJAUAN PUSTAKA

Liberalisasi keuangan dicirikan oleh semakin besarnya pengaruh dan kekuatan pasar dalam menentukan tingkat bunga dan alokasi kredit, sehingga meningkatkan skala operasi lembaga-lembaga keuangan dan selanjutnya diharapkan meningkatkan efisiensi dan stabilitas sistem keuangan. Teori liberalisasi keuangan dilandasi oleh tujuan menghapuskan efek merugikan dari represi keuangan (*financial repression*) terhadap pertumbuhan ekonomi dan investasi. Ciri-ciri represi keuangan adalah adanya pembatasan suku bunga (*interest rate ceiling*), pembatasan kredit (*credit ceiling*), tingginya rasio likuiditas, keterbatasan modal (*capital rationing*) dan adanya batasan untuk masuk dalam pasar keuangan. Menurut Romer (2001), perusahaan akan melakukan investasi sampai pada titik dimana biaya perolehan kapital (harga kapital ditambah biaya penyesuaian) sama dengan nilai dari kapital tersebut, dengan persamaan:

$$1 + C'(I(t)) = q(t)$$

dimana,

$C'(I(t))$  = biaya penyesuaian dipengaruhi oleh Investasi pada waktu-t

$q(t)$  = nilai kapital q pada waktu-t

Secara teoritis, rasio q mencerminkan bagaimana tambahan satu rupiah kapital akan meningkatkan nilai sekarang dari keuntungan perusahaan. Perusahaan akan meningkatkan persediaan kapitalnya apabila nilai  $q > 1$ , dan akan mengurangi investasi bila  $q < 1$ .

Interpretasi ekonomi dari nilai  $q$  adalah setiap kenaikan satu unit persediaan kapital perusahaan akan meningkatkan nilai sekarang dari keuntungan perusahaan sebesar  $q$ . Dengan demikian  $q$  adalah nilai pasar dari suatu unit kapital. Rasio nilai pasar kapital terhadap biaya penyesuaian kapital dikenal sebagai Tobin  $Q$  (Tobin, 1969 dalam Romer, 2001). Dengan kata lain,  $q$  Tobin merupakan perbandingan antara nilai pasar perusahaan terhadap investasi bersihnya. Apabila terjadi peningkatan harga saham dari perusahaan, maka nilai pasar perusahaan akan meningkat, dan selanjutnya rasio  $q$  akan meningkat, yang memungkinkan perusahaan untuk melakukan investasi dalam aktiva tetap, sebagaimana dituliskan:

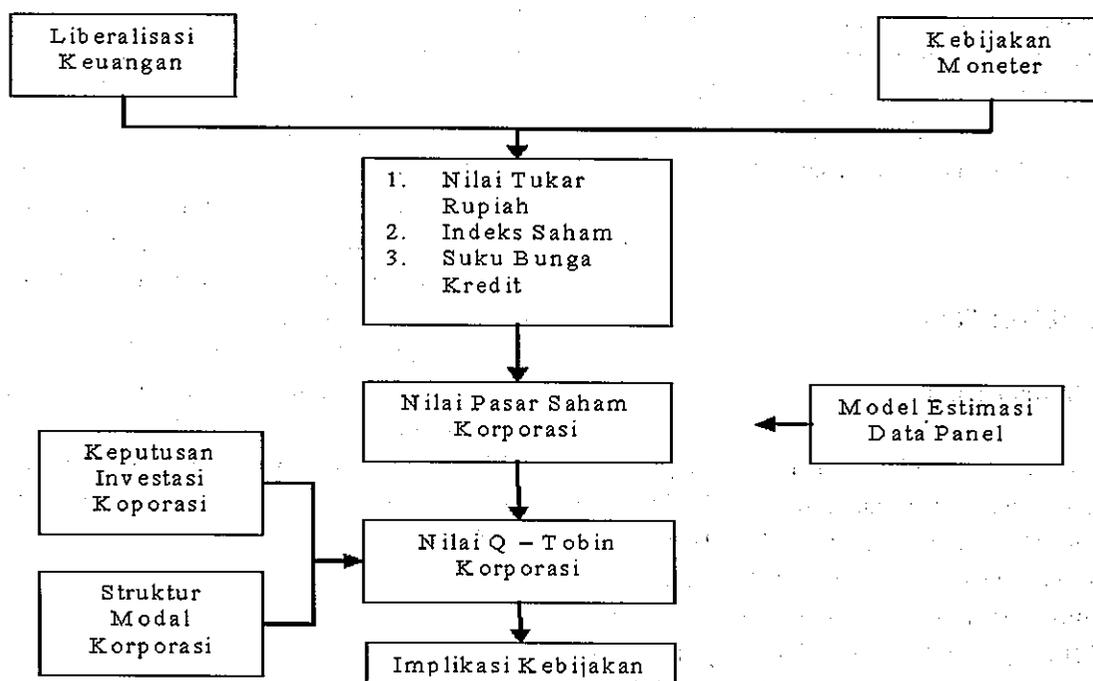
$$q = \frac{\text{nilai pasar perusahaan}}{\text{biaya penggantian modal}}$$

Abiad, Oomes and Ueda (2004) dalam penelitiannya terhadap 5 (lima) negara berkembang (India, Jordania, Korea, Malaysia dan Thailand) menunjukkan bahwa liberalisasi keuangan meningkatkan efisiensi alokasi kapital, terutama dari segi kualitas investasi. Keseimbangan akses kredit bagi perusahaan dapat menurunkan variasi imbal hasil yang diharapkan dari perusahaan yang dihitung dengan rasio Tobin  $Q$ . Hubungan positif antara liberalisasi keuangan dengan efisiensi tersebut meliputi perputaran pasar saham, keterbukaan perdagangan, kredit swasta dan kapitalisasi pasar saham. Aspek terpenting dari liberalisasi keuangan dari sudut pandang transmisi kebijakan moneter adalah deregulasi sukubunga.

Penghapusan batas suku bunga memungkinkan suku bunga kebijakan ditransmisikan menjadi suku bunga ritel dengan lebih cepat dan meningkatkan peran dari jalur suku bunga (Gudmundsson, 2008). Aktivitas pasar saham dapat diukur pula dengan melihat perbandingan antara nilai transaksi perdagangan saham dengan GDP (Fuss, 2006).

## KERANGKA PEMIKIRAN

Liberalisasi keuangan dan kebijakan moneter dapat mempengaruhi indikator makroekonomi, diantaranya adalah nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing, indeks harga saham gabungan serta suku bunga kredit. Liberalisasi keuangan memberikan peluang adanya mobilitas dana dari luar ke dalam negeri, sehingga meningkatkan volume valuta asing dan diharapkan selanjutnya dapat mengapresiasi nilai tukar rupiah. Demikian pula dengan indeks harga saham gabungan, yaitu IHSG, dengan adanya liberalisasi keuangan, maka memungkinkan investor asing untuk dapat melakukan transaksi atas saham-saham emiten di Bursa Efek Indonesia. Transaksi investor asing terhadap saham-saham di Bursa Efek Indonesia telah mencapai hampir 50% (IDX Fact Book, 2010). Sisi positifnya adalah dapat meningkatkan nilai IHSG melalui peningkatan harga saham emiten, serta dapat mengapresiasi nilai tukar rupiah terhadap valuta asing, terutama US Dollar.



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Penelitian

Selain itu, pasar modal dapat menjadi alternatif sumber dana bagi korporasi, selain menggunakan fasilitas kredit perbankan. Kebijakan moneter, berupa penetapan suku bunga acuan Bank Indonesia, dapat berpengaruh terhadap suku bunga kredit perbankan. Dengan adanya pasar modal sebagai alternatif sumber pendanaan bagi korporasi, maka diharapkan suku bunga kredit perbankan dapat dijaga pada tingkat yang dapat diterima oleh pasar.

Peningkatan harga pasar saham emiten dengan adanya kondisi liberalisasi keuangan dan kebijakan moneter diharapkan dapat meningkatkan nilai Q-Tobin dari individual emiten. Bila nilai Q-Tobin lebih dari 1, maka dapat diinterpretasikan bahwa ada insentif bagi emiten (korporasi) untuk melakukan investasi di masa yang akan datang. Artinya, pasar menghargai nilai perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan nilai bukunya. Nilai pasar perusahaan direpresentasikan dengan kapitalisasi pasar saham perusahaan (emiten), ditambah dengan nilai ekuitas dan total utang perusahaan. Sedangkan nilai buku perusahaan adalah total aset atau investasi dalam barang modal. Selain dipengaruhi oleh faktor eksternal dikarenakan kondisi liberalisasi keuangan dan kebijakan moneter, nilai Q-Tobin juga dipengaruhi oleh keputusan internal perusahaan berupa keputusan investasi dan pendanaan. Keputusan investasi perusahaan terkait dengan jenis usaha perusahaan sedangkan keputusan pendanaan mencerminkan struktur modal perusahaan. Struktur modal adalah perbandingan antara sumber dana dari eksternal (utang, baik dari perbankan maupun penerbitan surat utang) dengan internal (penerbitan saham perusahaan). Berdasarkan kondisi eksternal maupun internal yang berpengaruh terhadap nilai Q-Tobin, maka perusahaan dapat merencanakan kebijakan terkait dengan keputusan investasi maupun pendanaan.

## METODE PENELITIAN

### Jenis dan Sumber Data

Penelitian dilakukan pada level nasional menggunakan data sekunder *time series* dan *cross section* periode 2002 – 2009. Data berasal dari CIC, IFS, BPS, Bursa Efek Indonesia. Data meliputi variabel liberalisasi keuangan, moneter, makro ekonomi, laporan keuangan tahunan 52 (lima puluh dua) perusahaan terbuka (*listed company*, emiten) dari sektor sekunder/perindustrian (sektor industri dasar dan kimia) 37 perusahaan dan sektor tersier/jasa keuangan (sektor perbankan) 15 bank.

Pembandingan data rata-rata 2002 – 2008 dengan 2009 digunakan untuk mengetahui dampak adanya krisis finansial global tahun 2008.

### Analisis Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan terhadap nilai Q-Tobin dan posisi keuangan dari masing-masing perusahaan untuk tiap sektor. Perhitungan Indeks Tobin Q digunakan untuk mengetahui keputusan investasi perusahaan berupa perbandingan antara nilai pasar perusahaan dengan biaya penggantian modal perusahaan. Dalam penelitian ini, dipilih rasio Tobin Q yang dikembangkan oleh Han Kin Sang (1998) dan dimodifikasi dengan tidak memasukkan saham istimewa dalam rumus tersebut, yaitu:

$$q_s = \frac{MVCE + STDEBT + DS}{RCS}$$

dimana, Nilai pasar saham biasa perusahaan; Nilai buku Utang jangka pendek perusahaan; Nilai Buku Utang jangka panjang perusahaan, dan Nilai Buku total aset perusahaan.

Analisis rasio keuangan digunakan untuk mengetahui keputusan pendanaan perusahaan, yaitu rasio *leverage* khususnya *Debt to Total Assets (DAR)* dan keputusan investasi perusahaan berupa rasio *Net Fixed Assets to Total Assets (ATNet/TA)*.

### Analisis Data Panel

Analisis regresi digunakan untuk menjawab tujuan penelitian 1 dan 2. Sehubungan dengan data yang bersifat *time series* dan *cross section*, maka analisis data panel digunakan, meliputi pendekatan *Pool Least Square (PLS)*, *Fixed Effect Model (FEM)* dan *Random Effect Model (REM)*. Penentuan model estimasi yang digunakan, setelah dilakukan uji *Chow test* dan Uji Hausman. Hasil pengujian menunjukkan, bahwa model pendekatan REM yang lebih sesuai dan efektif untuk dapat mengetahui pengaruh liberalisasi keuangan dan kebijakan moneter terhadap nilai Q-Tobin dari perusahaan di ke-2 (dua) sektor. Dalam pendekatan REM ini, digunakan variabel *dummy* krisis tahun 2008 yang merepresentasikan krisis finansial global tahun 2008.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Nilai Q-Tobin

Tabel 1 menunjukkan nilai Q-Tobin dari sektor Industri Dasar dan Kimia dan sektor Perbankan periode 2002-2009. Secara umum nilai Q-Tobin dari ke 2 (dua) sektor berkisar rata-rata di atas 1, artinya nilai pasar perusahaan (emiten) lebih besar dari nilai buku aset perusahaan, dengan demikian ada insentif bagi perusahaan untuk meningkatkan investasinya. Nilai Q ke 2 (dua) sektor memiliki kecenderungan yang hampir serupa yaitu adanya peningkatan nilai Q sejak tahun 2002 sampai dengan 2007, dan terjadi penurunan pada 2008. Nilai Q-Tobin tertinggi pada tahun 2007, yang diindikasikan oleh adanya fenomena aliran uang panas (*hot money*) dari negara-negara maju, diikuti oleh kenaikan indeks saham di beberapa negara berkembang pada saat yang bersamaan, termasuk IHSG di Indonesia, dengan nilai tertingginya yaitu 2,830. Penurunan nilai Q-Tobin di 2 (dua) tahun terakhir, diduga ada kaitannya dengan krisis finansial global.

Pergerakan nilai Q-Tobin dari ke 2 (dua) sektor menunjukkan adanya pola yang mirip dengan pergerakan indeks saham maupun kapitalisasi saham dari ke-2 (dua) indeks saham sektoral, yaitu JAKBIND (Indeks Saham Sektor Barang Industri) dan JAKFIN (Indeks Saham Sektor Finansial) dalam periode yang sama. Hal ini disebabkan oleh respons positif dari pasar untuk melakukan investasi saham di sektor tersebut. Dengan rata-rata nilai Q-Tobin di atas 1 sepanjang periode pengamatan, memberikan indikasi bahwa kondisi pasar modal yang kondusif direspons positif oleh ke-52 (lima puluh dua) emiten dari ke 2 (dua) sektor melalui keputusan investasi.

Tabel 2 menunjukkan jumlah investasi rata-rata dari ke-2 (dua) sektor, selama periode 2002 – 2009. Secara umum, ke-2 (dua) sektor memperlihatkan adanya pertumbuhan investasi berupa aktiva tetap *netto* dalam periode penelitian. Pertumbuhan investasi aktiva tetap di sektor industri dasar dan kimia lebih besar daripada

perbankan. Pertumbuhan investasi sejalan dengan nilai Q-Tobin. Pertumbuhan investasi sektor industri Dasar dan Kimia, yang terdiri dari perusahaan semen, keramik, logam, plastik, pengolahan kayu dan *pulp* dan kimia, secara umum dapat dipengaruhi oleh kebijakan pemerintah, terkait dengan insentif pajak, impor dan ekspor, baik untuk bahan mentah maupun barang jadi. Investasi di sektor perbankan menunjukkan pertumbuhan yang relatif rendah, terkait dengan kebijakan perbankan Indonesia untuk berhati-hati (*prudent*) di dalam penyaluran kredit, dan cenderung investasi di Sertifikat Bank Indonesia.

Tabel 3 menunjukkan keputusan pendanaan dan investasi dari perusahaan di ke-2 (dua) sektor. Rasio *DAR (Debt to Total Assets)* menunjukkan besarnya porsi total pinjaman terhadap total aktiva, sedangkan rasio Aset menunjukkan besarnya porsi investasi terhadap total aktiva. Hasil memperlihatkan pinjaman (dana eksternal) di sektor industri dasar dan kimia serta perbankan dominan dibandingkan dengan ekuitas (dana internal) sejalan dengan penelitian Millar (2005) dan Mosley (1999). Khusus untuk subsektor perbankan, aktiva tetap *netto* termasuk di dalamnya ada kredit yang disalurkan. Hal ini terlihat dari perbandingan rasio *DAR* dengan *ATNet/TA*, sebagai keputusan investasi. Untuk mengetahui apakah ada pengaruh antar sektor, maka dilakukan uji kausalitas dengan menggunakan *Granger Causality Test*. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian, nilai Q Tobin sektor perbankan mempengaruhi nilai Q Tobin sektor industri dasar dan kimia. Kredit perbankan merupakan keputusan investasi yang dilakukan oleh sektor perbankan, yang berpengaruh terhadap nilai Q perbankan. Secara umum, sektor industri dasar dan kimia merupakan sektor yang padat modal, yang konsekuensinya membutuhkan investasi aktiva tetap, baik melalui sumber dana internal (laba perusahaan) maupun eksternal (utang/kredit maupun pasar modal). Kebijakan penyaluran kredit perbankan untuk sektor ini, mempengaruhi keputusan investasi dari perusahaan, yaitu nilai Q.

Tabel 1. Nilai Q-Tobin Sektor Industri Dasar dan Kimia dan Perbankan, Periode 2002 - 2009

Nilai Q-Tobin	Tahun								Rerata		
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2002-2009	2002-2007	2008-2009
Ind. dasar & kimia	1,63	1,56	1,60	1,68	1,76	2,20	2,00	1,38	1,76	1,74	1,69
perbankan	1,18	1,47	1,76	1,97	2,51	3,12	1,13	0,92	1,73	2,00	1,02

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan dan Nilai Pasar Saham Perusahaan (data diolah)

Tabel 2. Nilai Investasi (Aktiva Tetap netto) perusahaan di Sektor Industri Dasar dan Kimia dan Perbankan Periode 2002 - 2009

Nilai Investasi (net) perusahaan di Sektor			Ind. Dasar & Kimia	Perbankan
Tahun	2002	(juta rupiah)	47.220.740.67	943.229.57
	2003		72.748.413.93	983.948.68
	2004		39.074.991.67	960.223.92
	2005		43.595.236.53	966.337.68
	2006		47.897.423.87	948.064.14
	2007		58.079.640.27	948.614.65
	2008		69.209.463.60	973.622.19
	2009		64.442.402.60	985.193.92
	Rata-rata		Pertumbuhan (%)	4,54

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan 2002 - 2009 (data diolah)

### Pengaruh Liberalisasi Keuangan terhadap Nilai Q-Tobin Sektoral

Model Estimasi untuk pengaruh Liberalisasi Keuangan terhadap nilai Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia serta sektor Perbankan adalah sebagai berikut:

$$Q_t = 1.975 - 0.000EXC - 0.087FDI + 0.0381DEV - 0.161POR - 0.0885INT - 0.115BOR + 0.00009BVD - 0.0001TA + 0.0002KAP - 2.082DUM$$

$$Q_t = 0.375 - 0.000EXC - 0.034FDI + 0.004DEV - 0.160POR - 0.120IND - 0.0003BOR + 0.00004BVD - 0.00003TA + 0.000005KAP - 0.529DUM$$

Tabel 4 memperlihatkan pengaruh variabel liberalisasi keuangan terhadap nilai Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia serta perbankan, dengan model estimasi pendekatan efek *random* (*Random Effect Model/REM*). Model REM dipilih, setelah sebelumnya dilakukan Uji Hausman. Secara umum, krisis finansial global, yang diwakili dengan variabel *dummy* krisis 2008 memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q masing-

masing subsektor. Hal ini menjelaskan bahwa pada saat terjadi krisis *sub-prime mortgage* di Amerika, diikuti dengan penarikan dana aset keuangan di pasar modal oleh investor asing, sehingga menurunkan nilai pasar saham emiten, yang selanjutnya menurunkan nilai Q-Tobin.

Investasi Asing Langsung (*Foreign Direct Investment, FDI*) dan Investasi Portofolio memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia serta sektor perbankan. Normalnya, FDI membawa masuk dana asing untuk diinvestasikan secara langsung dalam peralatan produksi dan ikut mengendalikan manajemennya. Pengaruh negatif dari FDI, diduga dapat terjadi apabila investasi pada barang produksi tidak memberikan pertambahan nilai bagi perusahaan akibat pengelolaan yang kurang tepat. Pada sektor perbankan, aliran dana luar negeri yang masuk diduga dapat mengurangi permintaan kredit perbankan oleh sektor riil. Investasi portofolio memberikan pengaruh negatif, di sektor industri dasar dan kimia serta perbankan.

Tabel 3. Keputusan Pendanaan dan Keputusan Investasi perusahaan di Sektor Industri Dasar dan Kimia dan Perbankan, 2002 - 2009

Nilai Investasi (net) perusahaan di Sektor		Tahun							Rerata		
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2002-2009	2002-2007	2008-2009
Ind. dasar & kimia	DAR	1,56	1,60	1,68	1,76	2,20	2,00	1,38	1,76	1,74	1,69
	ATNet	1,47	1,76	1,97	2,51	3,12	1,13	0,92	1,73	2,00	1,02
perbankan	DAR										
	ATNet										

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (data diolah)

Tabel 4. Pengaruh Liberalisasi Keuangan terhadap nilai Q-Tobin Sektor Industri Dasar dan Kimia dan Perbankan, Periode 2002 - 2009

Parameter	Sektor Industri Dasar dan Kimia		Sektor Perbankan	
	Koefisien Estimasi	Standard Error	Koefisien Estimasi	Standard Error
C	1.975827*	0.126519	0.375178*	0.085521
Kurs (EXC)	0.000448*	1.31E-05	0.000303*	8.60E-06
Foreign Direct Investment (FDI)	-0.086918*	0.003188	-0.034335*	0.007564
Cadangan Devisa (DEV)	0.038060*	0.000876	0.0044708*	0.000958
Investment Portofolio (POR)	-0.161092*	0.003312	-0.159599*	0.005240
Bunga Kredit (INT)	-0.084714*	0.006982	-0.120000*	0.007701
Total Kredit (BOR)	-0.115124*	0.007631	-0.000292*	0.000116
Bunga Pinjaman (IND)			0.045794	0.060501
Pinjaman Perusahaan (BVD)	9.06E-05	8.28E-05	4.11E-05*	1.21E-05
Aset Perusahaan (TA)	-0.000144*	5.82E-05	-3.89E-05*	1.19E-05
Kapitalisasi Pasar Perusahaan (KAP)	0.000156*	2.07E-05	-2.16E-06	7.38E-06
Dummy Krisis 2008 (DUM)	-2.082321*	0.074438	-0.529553*	0.235348
R-squared	0.317469		0.070544	
Adj. R-squared	0.293520		-0.014727	
F-statistic	13.25633		0.827288	

\* Koefisien signifikan pada taraf nyata 1%

Hasil menunjukkan bahwa investasi jangka pendek dalam saham dan obligasi yang dilakukan oleh investor asing tidak meningkatkan nilai pasar saham perusahaan, karena diduga sebagian perusahaan bukan merupakan saham pilihan bagi para investor tersebut. Penyaluran kredit di sektor industri dasar dan kimia dan perbankan memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin. Artinya, penyaluran kredit tidak selalu dimanfaatkan oleh sektor ini, diduga karena tingginya bunga kredit, yang dapat menjadi pertimbangan pengajuan kredit baru. Bunga kredit memberikan pengaruh negatif, artinya semakin tinggi bunga kredit akan mempengaruhi bunga pinjaman sehingga menyebabkan perusahaan mempertimbangkan kembali untuk melakukan pinjaman.

Nilai tukar rupiah terhadap US Dollar yang meningkat (depresiasi) meningkatkan nilai Q-Tobin perusahaan. Depresiasi rupiah akan meningkatkan nilai saham secara fundamental pada perusahaan yang berorientasi pada ekspor, dikarenakan peningkatan dari nilai penjualan perusahaan, pada sektor industri dasar dan kimia. Pada sektor perbankan, pengaruh nilai tukar yang terdepresiasi juga positif. Pinjaman perusahaan dan kapitalisasi perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap ke-2 (dua) sektor. Hal ini sesuai dengan yang diharapkan, artinya peningkatan pinjaman merupakan konsekuensi dari keputusan investasi perusahaan dan diharapkan meningkatkan pendapatan dan laba perusahaan. Peningkatan kapitalisasi pasar perusahaan artinya terdapat peningkatan nilai pasar saham emiten/

perusahaan. Persepsi positif pasar yang ditunjukkan dengan kenaikan harga saham, memberikan insentif bagi perusahaan untuk mempertimbangkan keputusan investasinya. Aset perusahaan memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin, hal ini sesuai dengan harapan bahwa ada peningkatan stok kapital.

Analisis Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia menunjukkan bahwa sebagian tanda (*sign*) dari parameter yang diestimasi adalah sesuai dengan yang diharapkan, yaitu cadangan devisa, bunga kredit, pinjaman emiten, aset emiten dan kapitalisasi pasar emiten. Peningkatan cadangan devisa secara teoritis akan memperkuat nilai tukar rupiah terhadap US Dollar (apresiasi).

Dari sisi penawaran, apresiasi akan menyebabkan harga barang impor menjadi lebih murah, sehingga mendorong keputusan investasi dapat direalisasikan oleh perusahaan. Pengaruh nilai tukar pada dasarnya masih *ambigue*, karena jika dilihat dari sisi permintaan, apresiasi rupiah justru akan menurunkan kesejahteraan perusahaan dikarenakan harga barang ekspor meningkat. Dengan demikian nilai pasar saham cenderung menurun akibat keuntungan perusahaan yang menurun dan nilai Q-Tobin juga akan menurun.

Bunga kredit memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin subsektor perbankan. Sektor perbankan yang saat ini telah diregulasi secara ketat oleh Bank Indonesia, menimbulkan kecenderungan untuk tidak

mudah menyalurkan kredit (meningkatkan investasi) apabila terjadi kenaikan suku bunga kredit. Bank cenderung untuk menginvestasikan di Sertifikat Bank Indonesia (SBI), karena merupakan investasi yang beresiko rendah. Pengaruh *financial deepening* (indikator dari liberalisasi keuangan), yang diproxy dengan rasio *Money Supply* terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) (M2/GDP), rasio Kredit yang disalurkan terhadap PDB (Kredit/GDP) dan rasio Kapitalisasi Pasar Saham terhadap PDB, secara teoritis menunjukkan bahwa peningkatan ke-3 variabel tersebut, akan meningkatkan nilai Q-Tobin (Abiad, Oomes, and Ueda, 2004). Model estimasi FEM, memberikan hasil bahwa rasio kredit/GDP dan rasio kapitalisasi/GDP memberikan pengaruh positif terhadap nilai Q-Tobin di sektor industri dasar dan kimia serta perbankan. Variabel rasio M2/GDP memberikan pengaruh negatif di sektor industri dasar dan kimia serta perbankan.

### Pengaruh Liberalisasi Keuangan dan Kebijakan Moneter terhadap nilai Q-Tobin Sektoral

Model Estimasi untuk pengaruh Liberalisasi Keuangan dan Kebijakan Moneter terhadap nilai Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia serta sektor Perbankan adalah sebagai berikut:

$$Q_t = -15.373 - 1.511 \log JCI - 0.104 SBI - 0.005 MS + 0.002 TOT + 0.473 INT + 0.00009 BVD - 0.0001 TA + 0.0002 KAP - 1.114 DUM$$

$$Q_t = 2.142 + 0.000 JCI - 0.511 SBI - 0.004 MS + 1.173 RKDT + 0.482 IND + 0.00004 BVD - 0.0003 TA - 0.009 DUM$$

Tabel 5 menunjukkan pengaruh liberalisasi keuangan dan kebijakan moneter serta *financial deepening* terhadap nilai Q-Tobin. *Dummy* krisis 2008, memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin. Secara umum, bunga kredit, total kredit, pinjaman perusahaan dan kapitalisasi perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap nilai Q-Tobin. Pada sektor perbankan, peningkatan IHSK akan meningkatkan nilai pasar saham emiten/perusahaan, selanjutnya kapitalisasi pasar saham. Sebaliknya, pada sektor industri dasar dan kimia, log IHSK memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin, dan tidak sesuai dengan teori. Kondisi ini dapat dijelaskan apabila, dominasi perusahaan pada sektor industri dasar dan kimia merupakan perusahaan yang tidak diminati oleh investor, sehingga apabila terjadi peningkatan IHSK, investor cenderung beralih kepada saham emiten di luar sektor ini. Peningkatan total kredit dan pinjaman perusahaan, memberikan kesempatan kepada perusahaan untuk merealisasikan keputusan investasinya.

Tabel 5. Pengaruh Liberalisasi Keuangan dan Kebijakan Moneter terhadap nilai Q-Tobin Sektor Industri Dasar dan Kimia dan Perbankan, periode 2002 - 2009

Parameter	Sektor Industri Dasar dan Kimia		Sektor Perbankan	
	Koefisien Estimasi	Standard Error	Koefisien Estimasi	Standard Error
C	1.975827*	0.126519	0.375178*	0.085521
Kurs (EXC)	0.000448*	1.31E-05	0.000303*	8.60E-06
Foreign Direct Investment (FDI)	-0.086918*	0.003188	-0.034335*	0.007564
Cadangan Devisa (DEV)	0.038060*	0.000876	0.0044708*	0.000958
Investment Portofolio (POR)	-0.161092*	0.003312	-0.159599*	0.005240
Bunga Kredit (INT)	-0.084714*	0.006982	-0.120000*	0.007701
Total Kredit (BOR)	-0.115124*	0.007631	-0.000292*	0.000116
Bunga Pinjaman (IND)			0.045794	0.060501
Pinjaman Perusahaan (BVD)	9.06E-05	8.28E-05	4.11E-05*	1.21E-05
Aset Perusahaan (TA)	-0.000144*	5.82E-05	-3.89E-05*	1.19E-05
Kapitalisasi Pasar Perusahaan (KAP)	0.000156*	2.07E-05	-2.16E-06	7.38E-06
Dummy Krisis 2008 (DUM)	-2.082321*	0.074438	-0.529553*	0.235348
R-squared	0.317469		0.070544	
Adj. R-squared	0.293520		-0.014727	
F-statistic	13.25633		0.827288	

\* Koefisien signifikan pada taraf nyata 1%

SBI dan uang beredar (*money supply*, *M2*) memberikan pengaruh negatif, sedangkan bunga kredit dan bunga pinjaman memberikan pengaruh positif di sektor industri dasar dan kimia dan perbankan. Pengaruh total kredit dan *money supply* yang tidak sama terhadap nilai Q-Tobin, dapat dijelaskan dengan hubungan antara tingkat bunga pinjaman dengan bunga simpanan berubah setiap saat, dan perubahan suplai kredit dapat berubah tidak bersamaan dengan suplai uang; dan perubahan hubungan antara uang dan kredit dapat dikenali saat periode krisis (Stiglitz dan Greenwald 2003).

Selain itu, *spread* antara SBI dengan bunga kredit yang cukup lebar, seringkali tidak memberikan insentif bagi sektor riil untuk melakukan investasi. Pandangan tradisional Keynesian mengenai mekanisme transmisi moneter dapat dijelaskan (Mishkin, 1996 dan 2007), bahwa dengan asumsi pandangan tradisional dimana pasar uang adalah homogen dan sempurna, maka peningkatan *money supply* akan menurunkan suku bunga pinjaman dan selanjutnya mendorong pertumbuhan investasi.

Mekanisme transmisi yang berorientasi pada harga aset melihat mekanisme transmisi dari sudut pengaruh nilai tukar terhadap ekspor bersih, teori Q-Tobin dan efek kekayaan (Mishkin, 2007). Hasil di tabel 5 menunjukkan kondisi yang berkebalikan, dimana kebijakan moneter berupa *money supply* memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin. Peningkatan uang beredar yang tidak didukung oleh penurunan suku bunga pinjaman, memberikan pengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin. Pada sektor industri dasar dan kimia, SBI memberikan pengaruh negatif, total kredit dan pinjaman perusahaan memberikan pengaruh positif terhadap nilai Q-Tobin (Ehrmann and Fratzscher, 2004). Hal ini sejalan dengan keputusan pendanaan di sektor ini yang didominasi oleh pinjaman. Pengaruh *financial deepening*, khususnya rasio kredit/GDP, di sektor perbankan menunjukkan hubungan sesuai dengan teori, bahwa peningkatan kontribusi kredit terhadap PDB memberikan pengaruh positif terhadap nilai Q-Tobin. Artinya, saat kebijakan moneter mendukung peningkatan penyaluran kredit perbankan, maka rasio Q-Tobin dan selanjutnya investasi aktiva tetap dari sektor perbankan juga meningkat.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

1. Pengaruh liberalisasi keuangan pada sektor industri dasar dan kimia dan sektor perbankan, adalah negatif. FDI dan investasi portofolio berpengaruh negatif terhadap nilai Q-Tobin sektor industri dasar dan kimia serta perbankan. Hal ini merefleksikan keputusan investasi aktiva tetap di ke-2 (dua) sektor tidak selalu *merespons* ketersediaan dana FDI dan kondisi pasar modal yang kondusif.
2. Pengaruh liberalisasi keuangan bersamaan dengan kebijakan moneter berupa SBI terhadap nilai Q-Tobin ke-2 sektor adalah negatif, keadaan ini merefleksikan bahwa keputusan investasi aktiva tetap mempertimbangkan perubahan SBI. Sebaliknya, *money supply* memberikan pengaruh negatif pada sektor industri dasar dan kimia serta sektor perbankan, diduga kebijakan moneter seringkali tidak independen saat arus dana dari luar memasuki pasar keuangan. Aspek *financial deepening* seperti rasio kredit terhadap GDP hanya berpengaruh nyata terhadap sektor perbankan dan jumlah penyaluran kredit memberikan pengaruh positif terhadap nilai Q-Tobin sektor perbankan.

### Saran

1. Bagi Regulator: Dibutuhkan indikator struktur modal untuk pengawasan implementasi kebijakan FDI khususnya pada sektor industri dasar dan kimia, untuk memastikan bahwa aliran dana tidak ditempatkan sebagai investasi jangka pendek.
2. Bagi Perusahaan: Kebijakan investasi perusahaan tidak hanya mempertimbangkan besarnya suku bunga, namun juga memperhatikan karakteristik struktur modal dari industri perusahaan tersebut. Kebijakan moneter digunakan sebagai referensi untuk memprediksi tingkat bunga pinjaman.

### Saran Penelitian Lanjutan

1. Penelitian menganalisis pengaruh liberalisasi keuangan dan kebijakan moneter terhadap keputusan investasi pada periode waktu sesudahnya (ada *time lag*).
2. Penelitian menggunakan analisis *Structured VAR* – dengan simulasi *Impulse Response Function (IRF)*, untuk mengetahui pengaruh guncangan variabel kebijakan liberalisasi keuangan dan moneter terhadap nilai Q-Tobin dan selanjutnya investasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abiad, A., Oomes, N. and Ueda, K. 2004. The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital?. Paper presented at the Sixth Jacques Polak Annual Research Conference. Washington, DC.
- Arestis, P. and Glickman, M. 2002. Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way. *Cambridge Journal of Economics* 26(2): 237-260.
- BKPM. 2008. Perkembangan Realisasi Investasi, 1990 – 31 Desember 2009. Badan Koordinasi Penanaman Modal. Jakarta.
- Caporale, G. M., Howells, P. G. A. and Alaa M. S. 2004. Stock Market Development And Economic Growth: The Causal Linkage. *Journal of Economic Development* 29 (1): 33-50.
- Ehrmann, M. and Fratzscher, M. 2004. Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets. Working Paper Series No. 354. European Central Bank.
- Fuss, R. 2006. Financial Liberalization and Stock Price Behaviour in Asian Emerging Markets. *Economic Change and Restructuring* (2005) 38:37–62. DOI 10.1007/s10644-005-4522-6. Springer 2006.
- Gudmundsson, M. 2008. Financial Globalisation: Key Trends and Implications for the Transmission Mechanism of Monetary Policy. Financial Market Developments and Their Implications for Monetary Policy. BIS Papers no. 39. April 2008.
- Han Kin Sang, N. 1998. Tobin's Q for Canadian Firms. Thesis. Faculty of Commerce and Administration. Concordia University. Montreal, Quebec. Canada.
- Henry, P. B. 2000. Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices. *The Journal of Finance* 15 (2):
- IDX Fact Book. 2010. Indonesia Stock Exchange. Jakarta.
- Millar, J. N. 2005. Gestation Lags for Capital, Cash Flows, and Tobin's Q. Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs. Federal Reserve Board, Washington, D.C.
- Mishkin, F. S. 1996. The Channels of Monetary Transmission: Lesson For Monetary Policy. Federal Reserve Bank of New York, Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research. *Banque de France Bulletin Digest* – no. 27.
- Mishkin, F. S. 2007. The Economics of Money, Banking and Financial Markets. Alternate Edition. Pearson International Edition.
- Mosley, P. 1999. Micro-Macro Linkages in Financial Markets: The Impact of Financial Liberalization on Access to Rural Credit in Four African Countries. *Journal of International Development* 11 (3): 367 ABI/INFORM Global.
- Prasetyantoko, A. dan Marta, L. F. 2008. Indonesia's Ponzy Economy: Does Financial Crisis Give a Lesson?. Munich Personal RePec Archive. MPRA Paper No. 6776.
- Romer, D. 2001. Advanced Macroeconomics. International Edition. Second Edition. McGraw-Hill Higher Education.
- Simmons, B. A. and Elkins, Z. 2004. The Globalization of Liberalization: Policy Diffusion in the International Political Economy. *American Political Science Review* 98 (1): 171-189.
- Stiglitz, J. and Greenwald, B. 2003. Towards a New Paradigm in Monetary Economics. The Raffaele Mattioli Lecture Series. Cambridge University Press. United Kingdom.